

OS TÍTULOS DE CRÉDITO COMO INSTRUMENTOS NA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

CREDIT TITLES AS INSTRUMENTS IN THE SECURITIZATION OPERATION IN BRAZIL

Roberto Lincoln de Sousa Gomes Júnior¹
Alisson José Maia Melo²

RESUMO: As operações de securitização são consideradas como uma das mais relevantes estratégias empresariais para a captação de recursos no mercado de capitais. Sua estrutura negocial, ao promover a desintermediação do financiamento mediante a segregação de ativos e a cessão desses créditos para um veículo de propósito específico, reduz os riscos inerentes à atividade empresarial e facilita, com isso, a captação de recursos com a promessa de pagamento de recebíveis. Nesse sentido, o recurso a valores mobiliários submetidos ao regime jurídico cambial configura-se como um mecanismo para impulsionar a circulação do crédito. Propõe-se, lastreado em pesquisa dedutiva, com apoio na literatura especializada, avaliar a possibilidade de qualificação dos valores mobiliários na securitização como títulos de crédito e identificá-los nas legislações específicas do Direito brasileiro. Conclui-se que, a despeito da distinção conceitual entre títulos de crédito e valores mobiliários, a aproximação dos institutos possibilita o desenvolvimento de mercados mais dinâmicos, bastante carentes na realidade nacional.

Palavras-chave: Direito de empresa; securitização; títulos de crédito.

ABSTRACT: Securitization operations may be considered as one of the most relevant business strategies for raising funds in the capital market. Its business structure, by promoting the disintermediation of financing through the segregation of assets and the assignment of these credits to a specific purpose vehicle, reduces the inherent risks to the business and thus facilitates the raising of funds with the promise of payment of receivables. In this sense, the use of securities subject to the credit titles' legal regime shows up as a mechanism to boost the circulation of credit. It proposes, based on deductive research, with support in the specialized literature, to evaluate the possibility of qualifying securities in securitization as credit titles and to identify them in the specific legislations of Brazilian Law. It concludes that, in spite of the conceptual distinction between credit and securities, the approximation of the institutes makes possible the development of more dynamic markets, quite lacking in the national reality.

Keywords: Company law; securitization; credit titles.

1 Doutor em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP). Professor de Pós-Graduação *Stricto Sensu* e de Graduação no Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7). Coordenador e Professor de Cursos de Pós-Graduação *Lato Sensu* na Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Presidente do Instituto de Pesquisas em Direito dos Negócios (IPDNegócios). Advogado.

2 Doutor em Direito pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professor de Direito Empresarial do Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7).

1 INTRODUÇÃO

A despeito de inúmeras questões controversas que podem ser suscitadas em matéria de títulos de crédito, seja quanto à sua disciplina geral, seja quanto às especificidades de cada tipo de título, há que se reconhecer que os títulos de crédito têm como grande valor, quase elevado à condição de existência possibilitar a circulação dos direitos nele mencionados (ASCARELLI, 1969, p.11). Tendo como destino a circulação, qualificam-se como documentos que “representam certos e determinados direitos e, mais que isso, que dão possibilidade a que esses direitos incorporados nos documentos circulem, se transfiram facilmente de pessoa a pessoa, revestidos de inúmeras garantias para os credores e todos quantos figurem nesses papéis” (MARTINS, 2010. p. 4;15).

Justamente por servirem de instrumentos jurídicos que proporcionam a mobilização de riqueza, os títulos de créditos podem se mostrar úteis à operação de securitização. A securitização de recebíveis, numa primeira vista, corresponde à atividade empresarial de emissão de valores mobiliários, feito por uma securitizadora ou fundo de investimento, representativos de créditos futuros de empresas originadoras e negociáveis no mercado de capitais, com o propósito de captação imediata de recursos de investidores com a expectativa de retorno. A grande vantagem da securitização é a redução do risco, pela desintermediação do processo de financiamento (TOMAZETTE, 2017, p. 552).

O presente artigo tem como objetivo avaliar a potencialidade de aplicação, à operação de securitização, do regime cambiário no Brasil, destacando o potencial papel dos títulos de crédito na sua estruturação e execução. Para isso, analisam-se nas seções seguintes a terminologia e a conceituação da operação de securitização, a estrutura “clássica” da securitização, as etapas da operação de securitização, a natureza jurídica da securitização, e o desenvolvimento da securitização no Brasil. Ao final, são apresentadas as conclusões. A pesquisa adota uma metodologia de abordagem dedutiva, configurando-se em pesquisa exploratória, com discussão sob diferentes pontos de vista acerca do tema, e baseada em recursos bibliográficos e documentais.

2 A OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO: CONCEITOS E NATUREZA JURÍDICA

Conforme apontam Lima Neto e Mattes (2007, p. 11), a história da operação de securitização de ativos guarda relação com o processo de surgimento e desenvolvimento do mercado de capitais, sendo possível detectar alguns exemplos de estruturas de securitização em um passado distante. Por exemplo, Meir Kohn, em seu artigo “*The Capital Market before 1600*” cita as *compera securitas* italianas do século XII, como um exemplo dos primórdios da securitização de ativos. As comunas italianas, sendo Gênova a pioneira nesse tipo de operação, quando precisavam levantar recursos para financiar uma guerra ou a construção de uma frota de navios, formavam um sindicato (*compera*) de investidores, os quais, em troca de seu investimento, recebiam ações (*luoghe*). Em troca desses recursos, as comunas repassavam à *compera* direitos creditórios relativos à arrecadação tributária, normalmente de uma taxa criada especificamente para esse fim. Todavia, foi somente na década de 1970, no mercado imobiliário norte-americano, que a securitização passou a ser aplicada e se desenvolver em moldes mais assemelhados aos empregados atualmente.

Segundo Lewis Ranieri (1996, p. 30), o termo “*securitization*” teria sido utilizado pela primeira vez como definição de um produto financeiro em uma entrevista dada pelo próprio Ranieri a uma repórter do *Wall Street Journal*, na coluna “*Heard on the Street*”. O curioso é que os editores do jornal, a princípio, não queriam utilizar esse termo, pois não representava uma palavra realmente existente, e sim um jargão utilizado pelos agentes de *Wall Street*.

O termo securitização pode ser entendido em duas acepções. Em sentido amplo, simboliza o acesso ao mercado de capitais como alternativa de financiamento e investimento, em substituição a

outras opções ofertadas no mercado financeiro tradicional. Significa, assim, desintermediação financeira. Em sentido estrito, representa a operação que tem por escopo a segregação de ativos em veículo próprio, com o fim de servirem de lastro à emissão de títulos por esse mesmo veículo, tratando-se de poderoso instrumento no processo de desintermediação (CAMINHA, 2007, p. 37-38). A operação de securitização, conforme analisada nesta pesquisa, reflete a acepção estrita.

Inúmeras são as propostas de conceituação à operação de securitização, mostrando-se cabível apresentar algumas. Kendall (1996) define a securitização como um processo em que se agrupa em *pool* empréstimos e outros instrumentos de dívida, com a finalidade de converter ativos ilíquidos em títulos de valores mobiliários líquidos, para posterior venda a investidores. Para Fernando Gaggini (2003, p. 19-21), a securitização de recebíveis consiste em operação na qual uma empresa, denominada originadora, transfere créditos seus para uma outra empresa, chamada securitizadora, constituída especificamente para a execução deste projeto. Esta empresa:

[...] adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos. [...]
[...] os ativos emitidos pela securitizadora encontrarão maior aceitação no mercado, pois não envolvem os riscos da empresa originadora (que, em decorrência de seu negócio principal, se envolve em um grande número de relações jurídicas, das mais diversas origens, e que influenciam sua classificação de risco), mas tão somente os riscos dos ativos adquiridos pela securitizadora e utilizados como lastro dos valores mobiliários emitidos no mercado de capitais.

Mantovani e Santos (2007, p.102), por sua vez, destacam a securitização como uma operação que, em linhas gerais, caracteriza-se pela:

[...] completa segregação do risco de crédito do originador (*sponsor*), por meio da venda definitiva (*true sale*) deste conjunto de recebíveis para um veículo de propósito específico (*Special Purpose Vehicle*), figura legal remotamente sujeita à falência, o qual emite o valor mobiliário (ou título), realizando o repagamento aos investidores com o fluxo de caixa futuro gerado por estes créditos.

Já Uinie Caminha (2007, p. 38-39) defende que se analise a operação de securitização sob duas óticas, uma financeira e uma jurídica. Sob a ótica financeira, a securitização seria a operação por meio da qual se mobilizam ativos, presentes ou futuros, que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. Três seriam os aspectos marcantes da função econômica da securitização: a mobilização de riquezas; a dispersão de riscos, e a desintermediação do processo de financiamento. Com a securitização, o agente econômico originador dos créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, adiantando receitas a ela referentes ou financiando projetos, pela emissão de títulos lastreados nessa carteira. Trata-se de mecanismo pelo qual o risco (de crédito, principalmente) envolvido numa operação é fracionado e diluído, de forma que ele venha a se tornar irrelevante ou aceitável para cada parte envolvida, o que não ocorreria se estivesse concentrado em uma única instituição.

Sob a ótica jurídica, a securitização poderia ser definida como estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto – que envolve a cessão e a segregação de ativos em uma sociedade, ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Os títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos (CAMINHA, 2007, p. 38-39).

Assim, como aponta Avelino (2014, p. 19-20), a securitização constituiria uma operação

financeira, composta por diversos negócios jurídicos individuais que se materializam em:

- a) contratos ou títulos;
- b) os quais são cedidos ou endossados; para
- c) uma sociedade ou condomínio, denominados “veículos”;
- d) que emitem títulos de participação, de dívidas ou, ainda, cotas representativas e uma fração de seu patrimônio líquido;
- e) circuláveis ou resgatáveis, formando, portanto, um novo negócio jurídico.

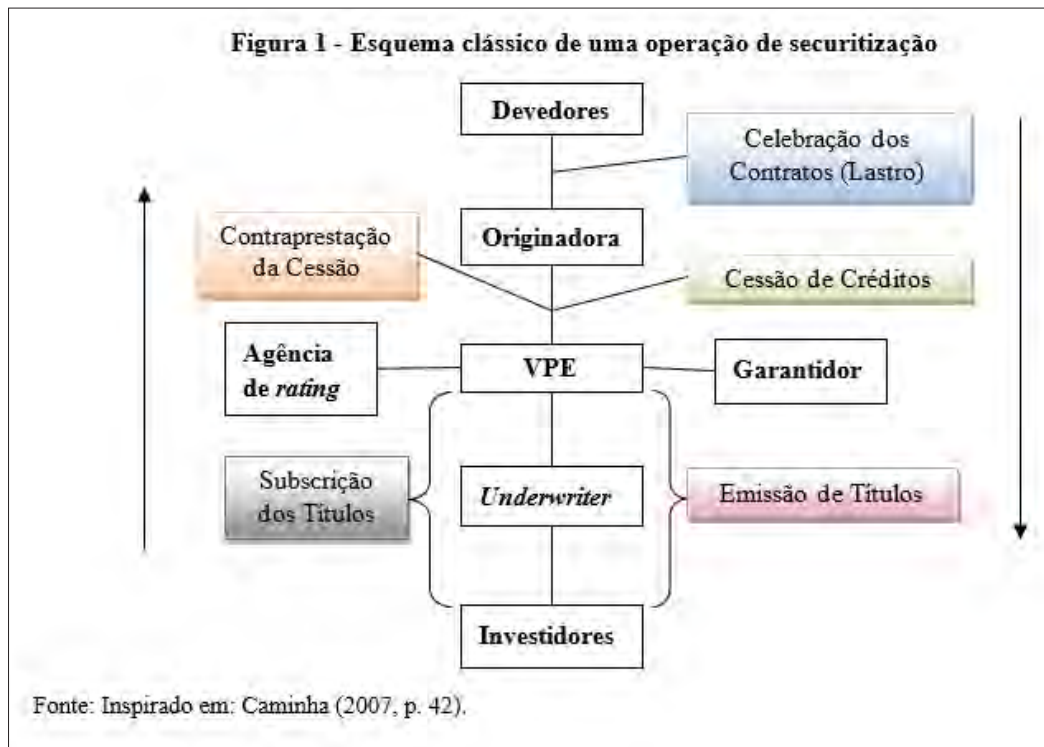
A securitização qualifica-se juridicamente como um negócio atípico, indireto e fiduciário. É negócio atípico porque, conquanto haja normas legais especificamente aplicáveis a algumas de suas espécies, o legislador brasileiro não se preocupou em inserir a operação de forma sistêmica em nosso ordenamento, advindo a unidade da estrutura antes da prática negocial do que de disciplina jurídica que a imponha. Nesse contexto, a natureza das atividades da originadora é que determina a natureza da operação de securitização e, conseqüentemente, a aplicabilidade de regras específicas disciplinadoras de cada tipo de operação. A securitização de créditos bancários e de exportações é estritamente regulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BACEN). A securitização no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) também tem regramento próprio. As demais seguem as normas gerais de direito civil e comercial, onde não há previsão específica para a operação (CAMINHA, 2007, p. 127; 140-141).

Em segundo lugar, trata-se de negócio indireto, uma vez que, mediante contratos já tradicionais em nosso ordenamento, buscam-se formas jurídicas para atingir a um fim específico, qual seja a operação de securitização. Para Ascarelli (*apud* CAMINHA, 2007, p.129-130): “há, pois, um negócio indireto sempre que as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado, visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas.” Isso porque ao constituir o VPE, ao segregar os ativos e ao emitir os títulos, visa-se a uma estrutura única, devendo tais negócios jurídicos serem visualizados em conjunto. Daí ser também negócio único, pois há conexão dos vários fins almejados pela vontade das partes. A maior vantagem de se utilizar estruturas jurídicas para fins diferentes dos tradicionais é apropriar-se da disciplina jurídica dessas estruturas, já consagradas e conhecidas, não se afastando do terreno conhecido dos negócios nominados (CAMINHA, 2007, p. 129-131).

Em arremate, a securitização é negócio fiduciário, pois nela há uma cessão de bens ou direitos por parte do originador (fiduciante) a um VPE (fiduciário), em benefício dos investidores, com um escopo determinado, que não pode ser desvirtuado pelo cessionário (CAMINHA, 2007, p. 134). Caracteriza-se como um negócio fiduciário para administração, “em que um determinado direito sobre um bem é transmitido ao fiduciário para que este o gira em benefício de outrem, e depois retransmita o direito” (VASCONCELOS, 2007, p. 46-48).

3 ESTRUTURA “CLÁSSICA” DA SECURITIZAÇÃO E SUAS ETAPAS

Pode-se dizer que, em uma operação padrão de securitização, uma sociedade que tem bens, direitos ou expectativas de direitos, que são representados por contratos ou títulos, a originadora, constitui uma sociedade sem atividade operacional ou um fundo, o veículo de propósito específico (VPE), a quem transferirá os ativos, devendo este emitir os títulos ou valores mobiliários lastreados nesses ativos. Os investidores adquirem os títulos emitidos pelo VPE, que paga ao originador pela cessão dos ativos com os recursos oriundos da venda dos títulos. Podem ser apostas garantias adicionais, bem como ser contratada agência de classificação de risco para avaliar a emissão (CAMINHA, 2007, p. 101). O esquema clássico de uma operação de securitização pode ser apresentado da forma constante na Figura 1.



Como bem indica João da Silva (2005, p. 10-11), às sociedades originadoras, cedentes dos créditos, a securitização permite:

- a) saída do ativo do balanço de uma massa de créditos (*off-balance sheet*), substituída pelo valor da sua cessão onerosa, pago pelo cessionário com os fundos dos subscritores dos títulos por ele emitidos;
- b) limpeza ou melhoramento da estrutura do balanço;
- c) realização imediata de liquidez em circulação, a facultar o autofinanciamento das empresas que, assim, podem pagar dívidas e diversificar investimentos sem terem de aumentar o capital próprio, constituir mais reservas ou recorrer a capital de crédito, capital externo ou capital alheio;
- d) forma alternativa de (re)financiamento (*funding*), com redução do custo de capital;
- e) melhoramento da rentabilidade dos capitais próprios (ROE – *return on equity*) e da rentabilidade do ativo (ROA – *return on assets*);
- f) redução da exposição ao risco de crédito (risco do seu inadimplemento), transferido com a titularidade pela venda (*true sale*) para investidores e garantes (*credit enhancers*) intervenientes na operação;
- g) gestão mais dúctil do risco da taxa de juros e do risco de câmbio;
- h) superação de eventuais crises e prevenção de insolvências ou falências de empresas; e
- i) desincentivação de eventuais ofertas públicas de aquisição hostis ou de *management buy-out*, pelo “esvaziamento” da empresa que cede créditos para titularização.

Especificamente quanto ao papel das agências de notas de crédito, ou simplesmente agências de *rating*, que “atribuem uma classificação de risco, por meio de um relatório independente, sobre a capacidade de uma empresa ou de um título de sua emissão honrar seus compromissos (juros e principal) ao longo do tempo” (SANTOS; CALADO, 2011, p. 81), importante enfatizar que, embora seja facultativa a sua atuação no processo de securitização, a classificação por elas realizada é de alta relevância, por dar ao investidor uma noção mais segura e imparcial do risco de crédito tangente à emissão (CAMINHA, 2007, p. 115).

A operação de securitização “clássica”, segundo Cássio Penteado Jr. (*apud* NAJJRIAN, 2010, p. 32), estrutura-se em três etapas: a cessão de crédito pela originadora dos ativos, com a formação

do VPE, a quem são transferidos os créditos para fazer o lastro da emissão dos títulos; a colocação desses títulos junto aos investidores; e o recebimento pelo VPE (cessionário) dos recebíveis, transferindo tais montantes aos investidores. Entendemos por bem representar em quatro etapas o processo de securitização. São elas:

- 1) a constituição do VPE;
- 2) a segregação dos ativos;
- 3) a emissão e subscrição dos títulos;
- 4) a captação dos recebíveis pelo VPE, com o devido repasse aos investidores.

Pela sua relevância para a consecução da securitização, as três primeiras etapas merecem aqui análise acurada. Destaque-se que os títulos de crédito aparecem como instrumentos úteis à execução das etapas de “segregação dos ativos” e de “emissão e subscrição dos títulos”.

3.1 Constituição do VPE

O VPE é a figura jurídica constituída especialmente para a operação de securitização, tendo como escopo único a aquisição de ativos a serem securitizados e a emissão dos títulos lastreados nesses ativos. O VPE pode assumir a forma de *trust*, fundo de investimento e sociedade.

O *trust*, figura admitida no sistema anglo-saxão, mas não no sistema jurídico pátrio, o que impede que um VPE estruture-se sob tal forma no Brasil, configura-se pela “entrega de bens pertencentes a uma pessoa (*settlor*) a outra (*trustee*), para que deles faça uso conforme determinado encargo que lhe tenha sido acometido”. O instituidor do *trust* “efetivamente transfere a propriedade dos bens objeto ao *trustee*, que assume a obrigação de administrá-los conforme as orientações recebidas em benefício de um terceiro (ou do próprio instituidor), que seria o beneficiário do negócio”. A dicotomia de propriedade, dividida em “propriedade de garantia” e “propriedade de fruição”, faz do *trust* o VPE mais adequado à securitização, visto que promove clara segregação do patrimônio, além de gozar de tratamento tributário diferenciado (nos regimes jurídicos que o reconhecem) e total controle do patrimônio pelo administrador (CAMINHA, 2007, p. 102-103).

São identificados, no País, dois veículos macro como meios para a realização de operações de securitização, as companhias, ou sociedades, securitizadoras de crédito e os fundos de investimento (AVELINO, 2014, p. 67). Às sociedades securitizadoras se atribui a nomenclatura mais usualmente utilizada pela doutrina para se referir à securitização, qual seja, a de sociedade de propósito específico (SPE), que deve ser corretamente compreendida como espécie do gênero VPE, e não como termos sinônimos.

As sociedades utilizadas como VPE têm como objeto especificamente receber o ativo utilizado como lastro da securitização e emitir os títulos lastreados nesse ativo. Como assevera Unie Caminha (2007, p. 107-108), a “maior diferença entre a sociedade VPE e as constituídas fora de securitizações não está nos aspectos formais, e sim no fim a ser alcançado”. A constituição da sociedade, nesses casos, não exaure o objetivo do negócio, sendo parte de uma série de contratos interligados por um escopo comum, qual seja a estruturação da securitização. Não há uma limitação quanto ao tipo empresarial exigido para a constituição da sociedade, havendo uma preferência pela modalidade de sociedade anônima, dada a possibilidade de emissão de debêntures (ALVES, 2010, p. 26).

Além disso, via de regra, as sociedades qualificadas como VPE não possuem atividade operacional. Os acionistas do VPE comumente são pessoas físicas ou jurídicas ligadas ao originador. Somente quando a securitização se dá por emissão de ações é que os próprios investidores são os acionistas da companhia (estrutura não muito usada, mas possível). No Brasil, há previsão expressa para as sociedades securitizadoras de créditos financeiros, em resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN), como a Resolução nº 2.686/00, para as sociedades securitizadoras de créditos imobiliários, na Lei nº 9.514/97 e, para as companhias securitizadoras de crédito agrário, na Lei nº 11.076/04.

A estrutura jurídica dos fundos de investimento, em que se emitem cotas, a serem adquiridas por investidores, gerando recursos que servirão à compra de novos créditos de um originador, por sua vez, demonstra-se mais vantajosa em comparação às companhias securitizadoras, na maior parte dos casos (LORIA, 2009, p. 85). Além de vantagens tributárias, por não incidirem impostos sobre a carteira do fundo, sua constituição é mais simples, pois o registro de distribuição das cotas é automático, sendo desnecessária a constituição e a abertura do capital.

No Brasil, existe previsão expressa para duas espécies de VPE sob a forma de fundos de investimento, quais sejam os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) (CAMINHA, 2007, p. 105-106). Os fundos de investimento possuem também suas dificuldades. Entre elas, a impossibilidade de emissão de debêntures, optando-se por outros valores mobiliários menos usuais no mercado (ALVES, 2010, p. 30).

3.2 Segregação dos Ativos

A segregação dos ativos que servem de lastro para os títulos emitidos num VPE é uma das maiores vantagens da securitização, trazendo benefícios para originadores e investidores. Aos originadores, permite uma operação que, a princípio, “[...] não será registrada em suas demonstrações financeiras; e que [...] pode ter classificação de risco melhor que a do próprio originador, o que tende a resultar em menores taxas exigidas pelos investidores e prazo mais longo de financiamento”. Aos investidores, “[...] o menor risco resulta em maior segurança em investimentos, que, em tese, serão mais rentáveis que aqueles tradicionalmente ofertados no mercado” (CAMINHA, 2007, p. 108-109).

Não há restrições quanto à natureza e modalidade do crédito que servirá para segregação e transferência ao VPE, podendo ser desde faturas de cartão de crédito e créditos bancários a créditos de arrendamento mercantil e créditos do agronegócio. Nesse contexto, a qualidade do ativo que servirá de lastro é relevante, ou seja, o histórico de performance e o nível de inadimplência do crédito, pois a emissão dos títulos tende a ter as mesmas características de tal ativo, especialmente quanto a termo, rendimentos e resgate. Ainda, quanto mais homogêneos os créditos cedidos, mais fácil seu agrupamento para posterior emissão dos títulos. Auditorias jurídicas podem ser feitas para avaliar a qualidade dos créditos, a correta constituição, a possibilidade e formalidades para a cessão, entre outros aspectos. A subordinação ao regime jurídico comum de vencimento, pagamento e cobrança também é importante para a constituição da carteira (TOMAZETTE, 2017, p. 553).

Nessa etapa podem aparecer figuras como a da agência de *rating* e a do garantidor. As agências de *rating* procedem à classificação do risco, como forma de minimizar eventuais custos de transação pelo mascaramento do verdadeiro risco dos créditos – embora esse risco não seja de todo afastado, haja vista a possibilidade de fraudes por conta das agências. A classificação do risco é obrigatória no Brasil, por força da Instrução CVM nº 404/04, mas vale muito mais como informação para a tomada de decisão pelo investidor do que propriamente uma garantia de saúde do investimento (ALVES, 2010, p. 23-25).

A efetiva e definitiva transferência ao VPE dos ativos que servem de lastro à securitização, o chamado *true sale*, é fundamental para a operação, uma vez que, caso não ocorra de fato e de direito, há o risco de consolidação do patrimônio do originador e do VPE, desconfigurando-se a securitização. Netto e Jabur (*apud* LIMA NETO; MATTES, 2007, p. 16), ao analisarem a *true sale*, definem-na como:

[...] cessão de créditos final e definitiva, de modo que, em caso de falência da cedente, os investidores que adquiriram títulos lastreados nos créditos securitizados não são afetados. No caso dos Estados Unidos, quem determina se a cessão configura ou não uma *true sale* é o juiz da falência, e essa decisão tem um relevante componente de subjetividade, ao passo que no Brasil, embora exista a possibilidade de questionamento de uma cessão de créditos, a desconsideração somente ocorre em situações específicas previstas em lei.

Na legislação falimentar brasileira, a importância da *true sale* está refletida no art. 136, § 1º, da Lei nº 11.101/05, que dispõe que “[...] na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizado” (BRASIL, 2005). A segregação dos ativos acarreta, no Direito Brasileiro, a segregação dos riscos, protegendo os investidores de prejuízos diante de eventual falência da originadora (TOMAZETTE, 2017, p.554). Embora se verifique que a maioria da doutrina manifeste-se favoravelmente à escolha do legislador pelo *true sale*, por promover as bases do Direito Empresarial, críticas são apontadas quanto a esse dispositivo, notadamente em relação a ausência de mecanismos de controle de fraudes e as dificuldades do manejo da ação revocatória nesse caso (MENDES, 2014, p.99).

Para a transferência dos ativos da originadora ao VPE, costuma-se utilizar o contrato de cessão de crédito, regulado pelos arts. 286 a 298 do Código Civil de 2002, que se mostra eficiente pelo fato de a operação não envolver um número grande ou indefinido de partes. Ressalte-se a possibilidade de cessão de créditos futuros, conforme já reconhecido pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ). Aplicam-se todas as características do instituto, sobressaindo-se, como inconveniente à operação de securitização, a necessidade de se notificar os devedores a respeito da cessão (que não ocorre nos casos de securitização de base imobiliária, por força do art. 35 da Lei nº 9.514/97), o que implica altos custos, principalmente em cessões de grande quantidade de créditos e que se dão de forma continuada. Um modo de mitigar tal inconveniente pode ser a delegação ao cedente das funções de agente arrecadador dos créditos cedidos, de forma que o pagamento possa ser feito pelo devedor ao credor originário, contanto que isso não afete a característica de *true sale* da cessão (CAMINHA, 2007, p. 79-83).

Poder-se-ia, também, usar como instrumento de segregação de ativos a cessão de posição contratual, negócio jurídico por meio do qual a posição contratual de uma das partes é assumida por terceiro, que passa figurar na relação contratual como se fosse a parte de quem tomou lugar. No entanto, a viabilidade disso esbarra na necessidade de anuência do devedor (CAMINHA, 2007, p. 83-84).

Há, ainda, a possibilidade de se utilizar a circulação de títulos de crédito como mecanismo de segregação de ativos. Para isso, necessário se mostra que os créditos que servirão de lastro à emissão dos títulos pelo VPE estejam representados em título de crédito válido, devendo ser respeitadas todas as regras de circulação atinentes à modalidade do respectivo título quando da transferência da originadora ao VPE.

3.3 Emissão e Subscrição dos Títulos

Segregados os ativos, passa-se à fase de emissão e subscrição dos títulos neles lastreados. É nela que efetivamente se realiza a securitização, no seu sentido literal, pois os ativos lastreantes se transformam em títulos negociáveis (CAMINHA, 2007, p. 112).

Importante destacar que, na escolha dos ativos para servir de lastro à emissão, deve-se atentar para a demanda dos investidores, no que diz respeito a taxas, prazos e natureza. Por exemplo, se há mercado para títulos de longo prazo e remuneração prefixada, pode-se lastrear a emissão em ativos como os recebíveis oriundos de financiamento à habitação. É possível, ainda, que se transformem qualitativamente certos ativos de características diversas para que adquiram o perfil desejado para a operação, fazendo-se uso, por exemplo, da “transformação” de créditos de curto prazo em longo prazo, mediante a substituição constante desses por outros de mesma natureza, mas com termo de vencimento posterior (técnica do crédito rotativo) (CAMINHA, 2007, p. 111).

Pode o VPE ofertar aos investidores tanto títulos de crédito como valores mobiliários. Conceitualmente, títulos de crédito não se confundem com valores mobiliários. Nos termos do art. 2º da Lei nº 6.385/76, com a redação dada pela Lei nº 10.303/01:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Destaque-se, de início, a completa ausência de relação gênero/espécie entre as figuras dos títulos de crédito e dos valores mobiliários, de modo que pode haver instrumentos que consistem simultaneamente em título de crédito e valor mobiliário, assim como instrumentos que são somente títulos de crédito ou somente valores mobiliários. Sobre isso, confira-se o entendimento de Najjarian (2010, p. 216-217):

Por maiores que sejam as eventuais analogias entre os títulos de crédito e os valores mobiliários, é mister deixar claro que elas nada têm a ver com o que se poderia chamar de análise funcional desses institutos jurídicos. Veja-se que uma ação da sociedade anônima tanto é definida como um título de crédito – já que é um documento necessário para o exercício de um direito literal e autônomo nele mencionado – como é, por expressa definição legal, considerada um valor mobiliário. Ela reúne, simultaneamente, portanto, as características essenciais de ambas as categorias jurídicas.

As duas categorias se distinguem essencialmente pela diferente função econômica. Enquanto os títulos de crédito foram concebidos para serem documentos individuais, cada título incorporando direito individual e singular, que circularia indefinidas vezes, os valores mobiliários têm vocação para a distribuição em massa (CAMINHA, 2007, p. 90-92). Waldírio Bulgarelli (1980, p. 110) reitera esse último ponto, assinalando que “[...] a configuração de valores mobiliários se deve à sua negociabilidade e enquanto títulos de massa”.

Tradicionalmente, os títulos de crédito fundamentais – a letra de câmbio e a nota promissória – foram concebidos como documentos que reforçavam o pagamento de alguma dívida entre emitente e beneficiário. Por se qualificarem como documentos *pro solvendo*, há a presunção de que são documentos acessórios para o adimplemento de determinada obrigação constituída entre partes para a qual, naquele momento específico, faltava numerário em moeda. Diversamente, os valores mobiliários originam-se da oferta ao público de títulos de investimento, não se amparando a princípio como reforço de um contrato, que seria firmado somente *a posteriori*.

Nesse sentido, as cédulas de crédito, por exemplo, são emitidas por ocasião da celebração de contrato de mútuo com instituição financeira ou a esta equiparada, e vinculada a esse contrato, nos termos das legislações específicas de cada modalidade cedular. No entanto, a CVM admitiu a cédula de crédito bancário (CCB) como valor mobiliário, com base no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, a despeito da incompatibilidade de finalidades, pois na CCB realiza-se uma tomada de empréstimo, e não a busca de recursos na economia popular (ALMEIDA, 2016, p. 96-97).

Observa-se que, embora títulos de crédito e valores mobiliários assemelhem-se conceitualmente pela finalidade circulatória, pode-se resumir as diferenças entre os institutos a três elementos: a abstração presente nos títulos de crédito, o que não ocorre no caso dos valores mobiliários – que,

em casos excepcionais, como se dá na securitização, uma tentativa de abstração é feita através da constituição do VPE –; a finalidade imediata dos valores mobiliários para captação de recursos, enquanto nos títulos de crédito se verifica o propósito de circulação prática de ordens ou promessas; e a forma de constituição desses documentos, já que os valores mobiliários não pressupõem a existência de obrigações pretéritas, mas numa oferta de títulos de investimento ao público, enquanto nos títulos de crédito presume-se a existência de uma relação contratual original (COELHO, 2007, p. 54). Mattos Filho (2015, p. 40), em contrapartida, sustenta que o critério distintivo seja a fungibilidade: “[...] todos os títulos emitidos em massa, por serem fungíveis, seriam valores mobiliários; *a contrario sensu*, todos os títulos não fungíveis, mesmo que emitidos em grande quantidade, seriam títulos de crédito”.

Um dos valores mobiliários mais comuns nas operações de securitização eram as debêntures. A despeito de entendimentos no sentido de que tais valores mobiliários não se poderiam configurar como títulos de crédito porque, sinteticamente, careceria às debêntures as características da incorporação – a facultatividade na emissão de certificados –, da literalidade – a ausência de definição precisa dos direitos de crédito, pela possibilidade de remuneração com base no lucro – e da autonomia – pois a vinculação entre as debêntures e o emitente persistem com a negociação – (RIBEIRO, 2006, p. 88-92), concorda-se com a visão de que “[...] devem se integrar à teoria dos títulos de crédito, não só para se manter a unidade conceitual e sistemática, mas porque estão impregnados senão de todo ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito” (BULGARELLI, 1980, p. 111).

Inicialmente, no Brasil, as debêntures se destacaram como títulos frequentemente emitidos em operações de securitização, o que se deve ao fato de se tratarem de títulos comumente de longo prazo e que contam com diversas possibilidades de estruturação e graus de preferência, podendo ser emitidas em diferentes séries e com diferentes níveis de garantia (CAMINHA, 2007, p. 111-115). Todavia, após o surgimento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), as debêntures foram perdendo espaço. Securitizações de base imobiliária e de ativos do agronegócio, por sua vez, contam com títulos específicos, abordados adiante.

Como dito, a esta etapa segue-se o recebimento dos recebíveis pelo VPE, com o devido repasse aos investidores.

4 A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL E A ADOÇÃO DO REGIME CAMBIÁRIO PARA OS VALORES MOBILIÁRIOS DA SECURITIZAÇÃO

No Brasil, a securitização passou a ser implantada e se desenvolver na transição da década de 80 para 90. Uma das primeiras operações de securitização de que se tem notícia, além da Embratel e da Varig (ALMEIDA, 2015, p. 448) foi promovida pela rede de lojas Mesbla, através da Mesbla *Trust* de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A (Mesbla *Trust*), sociedade criada para funcionar como VPE. Foram cedidos à Mesbla *Trust* direitos creditórios oriundos de operações comerciais realizadas com a utilização de cartões de crédito. Tal VPE captou recursos emitindo debêntures lastreadas naqueles recebíveis, de forma que os investidores não ficassem expostos ao risco Mesbla, que passava por dificuldades financeiras. Como forma de pagamento dos direitos creditórios, a Mesbla *Trust* repassou à Mesbla os recursos auferidos (FURIATI, 2009, p. 21-22).

Com o passar do tempo, foram emergindo regulamentações específicas para determinados tipos de securitização, distinguidos a partir da natureza dos créditos que servem de lastro à emissão de títulos pelo VPE. Destaca-se na presente seção o potencial papel dos títulos de crédito na sua estruturação e execução, empreendendo-se uma análise dos regimes relativos à securitização de ativos de exportação, de base imobiliária, empresariais em geral, financeiros e do agronegócio.

Primeiramente, tem-se a securitização de ativos de exportação, regida pela Resolução CMN nº 1.844/91 e pela Circular Bacen nº 3.027/01, consistente na emissão de títulos lastreada em ativos

específicos, quais sejam créditos oriundos da exportação de bens. A emissão dos títulos se dá no mercado internacional lastreada em vendas ao exterior a pagamento futuro ou mesmo expectativa de créditos. Na prática, a subsidiária estrangeira de uma sociedade brasileira cede, em favor de VPE (geralmente *trust*), os seus recebíveis de exportação contra os compradores/importadores. Esse VPE emite valores mobiliários (geralmente *trust certificates*) no mercado internacional, com lastro nos recebíveis adquiridos, captando, dessa forma, os recursos a serem repassados à matriz brasileira (CAMINHA, 2007, p. 142).

Na securitização de base imobiliária, por sua vez, destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e a securitização de créditos imobiliários.

Quanto aos FIIs, regulados pela Lei nº 8.668/93, pela Instrução CVM nº 205/94 e pelas Resoluções CMN nº 2.248/96 e nº 2.686/00, tem-se que, enquanto nos fundos de investimento em geral os bens que compõem seu patrimônio são adquiridos pelo fundo em seu nome, no caso dos FIIs os bens e direitos de natureza imobiliária são adquiridos pela própria instituição administradora do fundo, com o intuito de evitar questionamentos quanto à legitimidade do condomínio para a aquisição e alienação dos bens imóveis. Estabelece-se, assim, a propriedade fiduciária do administrador com relação ao patrimônio do fundo, de modo que os bens, direitos, frutos e rendimentos não se comuniquem com o patrimônio da administradora, não respondendo por obrigações desta (efetivamente uma modalidade de patrimônio separado apta a servir aos fins da securitização). Assim, mesmo os FIIs não sendo expressamente considerados mecanismos de securitização, conceitualmente apresentam suas mesmas características, já que há segregação de ativos específicos para posterior emissão de títulos neles lastreados (CAMINHA, 2007, p.145).

No que se refere à securitização de créditos imobiliários, disciplinada pela Lei nº 9.514/97 e regulamentada pela Resolução CMN nº 2.517/98, Lei nº 10.931/04 e Instrução CVM nº 284/98, destaca-se a figura das companhias securitizadoras, que são as responsáveis pela emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), simultaneamente títulos de crédito e valores mobiliários. Os CRIs são “títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, que representam promessas de pagamento, que podem ter até garantia flutuante (um privilégio geral sobre o ativo da emitente)” (TOMAZETTE, 2017, p.558).

Os créditos cedidos à securitizadora também podem ser representados por Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), os quais delimitam e padronizam os créditos imobiliários, facilitando a transferência ao VPE e a securitização como um todo. As CCIs podem ser cedidas por endosso, caso sejam cartulares, ou por meio de central de liquidação e custódia de títulos, no caso de emissão escritural. Necessário se faz discriminar as CCIs no termo de securitização (número, valor, série e instituição custodiante, mencionando o patrimônio separado a que estão afetadas). As companhias securitizadoras podem oferecer garantias adicionais, como, por exemplo, garantia flutuante sobre todo seu patrimônio, hipoteca, cessão fiduciária de direitos creditórios, caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis. Podem, ainda, instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de CRIs, passando os créditos submetidos a tal regime a constituir patrimônio separado. Importante aí a figura do agente fiduciário, instituição financeira ou autorizada pelo Bacen para tal atividade (CAMINHA, 2007, p. 146-149).

Destaque-se que agentes financeiros podem operar a securitização sem necessidade de companhia securitizadora, por meio da emissão de Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que consistem em títulos nominativos, que podem ser transferidos mediante endosso em preto, emitidos e negociados independentemente de efetiva tradição, ou seja, que podem ser escriturais. Seu lastro corresponde a créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de bem imóvel (CAMINHA, 2007, p. 149).

Quanto à securitização de ativos empresariais em geral, a Resolução CMN nº 2.026/93 permitia

que instituições financeiras adquirissem títulos emitidos por VPEs, sendo os ativos lastreantes da emissão de caráter eminentemente comercial ou oriundos da prestação de serviços, ou seja, títulos representativos de créditos originários de venda no varejo, receitas de prestação de serviços, faturas de cartão de crédito, dentre outras. Tal normativo foi revogado pela Resolução CMN nº 2.493/98, que não regulou a matéria. Assim, não há disciplina legal específica que dê amparo à securitização de ativos empresariais em geral, o que propicia flexibilidade para estruturação da operação. Os ativos lastreantes podem ser quaisquer um passível de gerar renda, não havendo ativos específicos. Exemplos de setores que empregam esse tipo de securitização são os de cartões de crédito, automobilístico e aviação (CAMINHA, 2007, p. 154-156).

Em 2001, o CMN, por meio da Resolução nº 2.907/01, criou os FIDCs, regulamentados pela Instrução CVM nº 356/01, que se prestam à securitização de ativos empresariais. Sobre eles, importante apontar a restrição à participação de investidores qualificados, bem como a admissão de espécies diferentes de cotas, subordinadas e seniores, sendo que estas podem oferecer garantias maiores para seu resgate (CAMINHA, 2007, p. 155-156). Após sua criação, o FIDC passou a ser o principal instrumento de securitização empregado no mercado brasileiro.

Na securitização de créditos financeiros, disciplinada na Resolução CMN nº 2.686/00, as instituições financeiras cedem seus créditos (recebíveis bancários) a companhias securitizadoras, que emitem títulos lastreados nesses créditos. Pode-se emitir ações ou debêntures não conversíveis para distribuição pública, ou debêntures não conversíveis subordinadas para emissão privada, no mercado local, ou ainda outros valores mobiliários para distribuição no exterior. A emissão privada só é permitida no caso de a instituição cedente ser sua única adquirente. Permite-se a coobrigação da cedente pelo pagamento dos créditos (CAMINHA, 2007, p. 156-158).

Por fim, a securitização de ativos do agronegócio, regulada pela Lei nº 11.076/04, organiza-se conforme modelo similar ao introduzido para securitização de base imobiliária. Os antigos Certificados de Depósito de Mercadorias e *Warrants* não podem ser emitidos com lastro em produtos relativos ao agronegócio, tendo sido substituídos, a partir do citado diploma normativo, pelo Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e pelo *Warrant* Agropecuário (WA), que são emitidos simultaneamente e lastreados em produtos depositados em armazéns devidamente certificados por autoridades governamentais. Criaram-se, ainda, os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), de emissão exclusiva de instituições financeiras, e ainda os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), cuja emissão é exclusiva para sociedades de securitização de recebíveis (CAMINHA, 2007, p. 159).

Ao que interessa à pesquisa, os CRAs, tais como os CRIs, qualificam-se como títulos de crédito nominativos – com emissão feita de forma escritural e negociação controlada –, com a estrutura de promessa de pagamento, de livre negociação e lastreados em créditos do agronegócio, como informa o art. 36 da Lei nº 11.076/04 (TOMAZETTE, 2017, p. 559-560). Também são valores mobiliários, porque ofertados e negociados publicamente no mercado de capitais. Segundo Favaretto (2015, p.103), o CRA “[...] foi criado com a finalidade de instrumentalizar a captação de investidores institucionais, considerados como tais o Estado, as instituições públicas, as instituições financeiras, as seguradoras, os fundos de investimento e de pensões”. A emissão do CRA não é independente, necessitando da presença do Termo de Securitização de Direitos Creditórios. A legislação permite a emissão de CRA de forma privada e, nesse caso, não se enquadraria como valor mobiliário e estaria dispensado seu registro na CVM (FAVARETTO, 2015, p. 108).

5 CONCLUSÃO

A partir da análise dos aspectos essenciais da operação de securitização, destacando o potencial papel dos títulos de crédito na sua estruturação e execução, verifica-se que os títulos de crédito podem ser utilizados em dois momentos na operação de securitização.

Primeiramente, quando se transfere ao veículo de propósito específico (VPE) a titularidade de créditos detidos pela originadora da operação. Embora seja comum lançar-se mão do contrato de cessão de crédito para tanto, é possível que se utilize a circulação de títulos de crédito como mecanismo de segregação de ativos. Necessário, no entanto, que os créditos que servirão de lastro à emissão dos títulos pelo VPE estejam representados em título de crédito válido, devendo ser respeitadas todas as regras de circulação atinentes à modalidade do respectivo título quando da transferência da originadora ao VPE.

O segundo momento é o da oferta aos investidores de títulos lastreados nos créditos cedidos. Ao lado dos valores mobiliários (lembrando que não há relação de gênero / espécie entre as duas figuras, havendo títulos de crédito que também são valores mobiliários), os títulos de crédito apresentam-se como alternativa de produto a ser destinado aos investidores. Conclui-se que, ao funcionarem como instrumentos jurídicos que proporcionam a mobilização de riqueza, atribuir aos valores mobiliários das operações de securitização o regime jurídico próprio dos títulos de créditos favorece a formação de mercados mais dinâmicos, ainda em muito necessários na ordem econômica brasileira.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Carolina Catizane de Oliveira. As sociedades de propósito específico na condução das operações de securitização de créditos imobiliários. In: GREGORI, Isabel Christine Silva de; KNOER, Viviane Coêlho de Séllos; CATEB, Alexandre Bueno (Coord.). *Direito empresarial II*. Florianópolis: CONPEDI, 2015.

ALMEIDA, Jerfferson da Mata. A cédula de crédito bancário como valor mobiliário. *Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva*, Belo Horizonte, n. 28, p. 90-98, jan./abr. 2016.

ALVES, Gustavo de Aguiar Ferreira. *Segregação patrimonial e securitização de crédito*. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Tradução de Nicolau Nazo. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. *Aspectos jurídicos da securitização no Brasil*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 dez. 1976, p. 16037 e ss. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 30 set. 2018.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 fev. 2005, edição extra, p. 1 e ss. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm>. Acesso em: 30 set. 2018.

BULGARELLI, Waldírio. Os valores mobiliários como títulos de crédito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 37, 1980.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*, 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COELHO, Livia Alves Visnevski Fróes. *Securitização*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2007.

FAVARETTO, Rodolfo Isper. *Securitização de recebíveis: aspectos jurídicos e econômicos da operação*. Monografia (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2015.

FURIATI, Bruno Pierin. *O Conceito de True Sale no Direito Brasileiro*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2009.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Ed. Universitária de Direito, 2003.

KENDALL, Leon T. "Securitization: a new era in American finance". In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (edit.). *A Primer on Securitization*. Cambridge, Mass. : Massachusetts Institute of Technology, 1996.

LIMA NETO, Lucas de; MATTES, Mauro. "Securitização de Ativos: histórico e estatísticas". In: LIMA NETO, Lucas de. (Org.). *Securitização de Ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre – RS: Zouk, 2007.

LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MANTOVANI, Pablo; SANTOS, Décio B. "Overview da Securitização". In: LIMA NETO, Lucas de.; MATTES, Mauro. In: LIMA NETO, Lucas de. (Org.). *Securitização de Ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre – RS: Zouk, 2007.

MARTINS, Fran. *Títulos de Crédito*, 15ª ed., atualizada por Joaquim Penalva dos Santos e Paulo Penalva dos Santos. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. v. 1 (dos valores mobiliários), t. 1. São Paulo: FGV. 2015.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de créditos e a lei 11.101/05*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

RANIERI, Lewis. "The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential". In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (edit.). *A Primer on Securitization*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology, 1996.

RIBEIRO, Milton Nassau. São as debêntures títulos de crédito? *Revista Ima de Direito*, São Caetano do Sul, ano VII, n. 12, jan./dez. 2006.

SANTOS, Cláudio Gonçalves do; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul, 2011.

SILVA, João Calvão da. *Titulização de Créditos: Securitization*, 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2005.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: títulos de crédito*. v. 2, 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. Pestana de. *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência: em particular da posição do cessionário na insolvência do cedente*. Coimbra: Coimbra, 2007.

Recebido em: 27/10/2018

Aprovado em: 05/11/2018

Como citar este artigo (ABNT):

GOMES JÚNIOR, Roberto Lincoln de Sousa; MELO, Alisson José Maia. Os títulos de crédito como instrumentos na operação de securitização no Brasil. A opção pelo uso e a autorização para produção e fornecimento de fosfoetanolamina sintética. *Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva*, Belo Horizonte, n.35, p.141-155, maio/ago. 2018. Disponível em: <<http://blog.newtonpaiva.br/direito/wp-content/uploads/2018/12/DIR35-10.pdf>>. Acesso em: dia mês. ano.